

wtorek, 26 listopada 2019 | raport analityczny

PKP Cargo: redukuj (nowa)

PKP PW; PKP.WA | Transport, Polska

Nieustająca presja kosztowa...

O ile w 2020 roku oczekujemy odbicia pracy przewozowej na kolei (+4% r/r) w Polsce, to w przypadku PKP Cargo będzie ona rosła jedynie o 1% r/r z uwagi na ryzyko spadku wolumenów na rzecz jednego z największych klientów – ArcelorMittal (po czasowym wyłączeniu wielkiego pieca w Krakowie). Przy spodziewanym przez nas 2,5% r/r wzroście przychodów ze sprzedaży Grupy w 2020 roku naszym zdaniem znacznie dynamiczniej rosnać będą koszty – w tym przede wszystkim energii elektrycznej (+57 mln PLN) oraz pracy (+112 mln PLN). Naszym zdaniem wiekowa struktura kadry pracowniczej PKP Cargo (70% pracowników powyżej 46. roku życia) będzie jednym z najistotniejszych wyzwań na nadchodzące lata (za 6-7 lat co najmniej 15% pracowników przejdzie na emeryturę). Oczekujemy 9% spadku skorygowanej EBITDA Grupy w 2020 roku (805 mln PLN), co przy wysokich wydatkach inwestycyjnych (969 mln PLN) prowadzić będzie do pogłębienia ujemnych przepływów gotówki (FCF -132 mln PLN vs -103 mln PLN w 2019 r.). Naszym zdaniem taka sytuacja zmusi Zarząd do zawieszenia polityki dywidendowej na okres najbliższych trzech lat. Naszym zdaniem już niedługo konsensus będzie się musiał obniżyć na EBITDA na 2020 i 2021 o odpowiednio 18% i 20%. Rozpoczynamy pokrywanie PKP Cargo z rekomendacją redukuj, a cenę docelową ustalamy na poziomie 20,44 PLN/akcja.

Spadające wolumeny i udziały rynkowe

W I-XI'19 spadek pracy przewozowej kolejną w Polsce wyniósł 5% r/r, podczas gdy w PKP Cargo sięgnął -13% r/r (przy dynamice -18% r/r w samym IX'19). Udział PKP Cargo w rynku krajowym spadł już do rekordowo niskiego poziomu poniżej 45%.

Rosnące koszty energii i pracy w 2020 roku

Oczekujemy, że przy zakładanym przez nas 7% r/r wzroście cen energii w taryfie B w 2020 r. koszty zakupu energii trakcyjnej wzrosną o 57 mln PLN. Grupa w 2020 r. nie skorzysta już na rządowych rekompensatach, które wyniosły 34,9 mln PLN w 2019 r. Wyzwaniem dla PKP Cargo jest również zaawansowana struktura wiekowa kadry pracowniczej, relatywnie niższe niż w giełdowych spółkach przemysłowych średnie wynagrodzenie na pracownika oraz niskie zainteresowanie wśród młodzieży kształceniem na kierunkach poświęconych przewozom kolejowym. W kolejnych latach naszym zdaniem wynagrodzenia będą rosły 5-6% r/r (+112 mln PLN w 2020 roku).

Wzrost zadłużenia, wstrzymanie dywidendy na horyzoncie

Według naszych szacunków, drugi rok z rzędu ujemnych przepływów gotówki (FCF) przekładać się będzie na wzrost nominalnego zadłużenia do 1,92 mld PLN w 2021 roku (2,3x EBITDA z MSSF 16). Spadek wyników, duży Capex i rosnące zadłużenie naszym zdaniem przełożą się na brak wypłaty dywidendy w najbliższych latach.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 689,1	5 183,0	4 863,9	4 986,9	5 262,1
EBITDA (skor.)	693,4	901,2	889,4	805,4	827,5
marża EBITDA	14,8%	17,4%	18,3%	16,2%	15,7%
EBIT (skor.)	121,2	341,0	160,0	32,3	14,4
Zysk netto (skor.)	49,5	242,3	94,2	-0,9	-14,8
P/E (skor.)	20,3	4,1	10,7	-	-
P/CE	1,6	1,2	1,2	1,3	1,3
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA (skor.)	2,8	2,0	3,0	3,6	3,5
DPS	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0
DYield	0,0%	0,0%	6,7%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	22,40 PLN
Cena docelowa	20,44 PLN
Kapitalizacja	1003 mln PLN
Free float	580 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,5 mln PLN

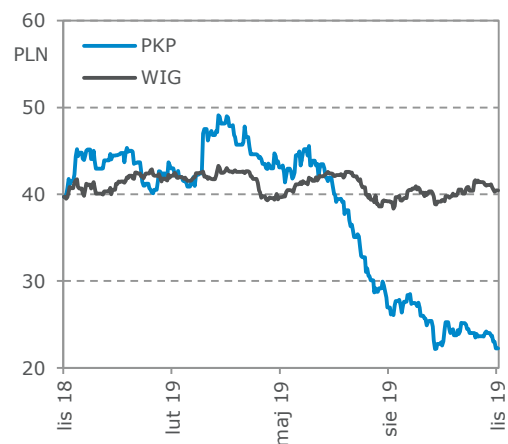
Akcjonariat

Skarb Państwa	33,0%
OFE NN	17,2%
OFE Aviva	9,2%
Pozostali	40,5%

Profil spółki

Grupa PKP Cargo jest największym w Polsce i jednym z największych w UE operatorem kolejowych przewozów towarowych. Przewoźnik posiada 2,35 tys. lokomotyw, 64 tys. wagonów, a zatrudnia 23,7 tys. osób. Grupa głównie przewozi paliwa stałe (w tym węgiel kamienny), kruszywa, przesyłki intermodalne, metale i rudy. Udział PKP Cargo w rynku przewozów kolejowych w Polsce wynosi poniżej 50%. Grupa posiada licencje na świadczenie usług na terenie Polski, Czech, Niemiec, Holandii, Austrii, Słowacji, Węgier, Litwy i Słowenii.

Kurs akcji PKP na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKP Cargo	20,44	-	redukuj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKP Cargo	22,40	20,44	-8,8%

Analitycy:

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)

EBIT – zysk operacyjny

EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE – wartość księgowa

WNDB – wynik na działalności bankowej

MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 26 listopada 2019 o godzinie 08:30.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 listopada 2019 o godzinie 08:30.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki PKP Cargo S.A.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniakowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl